

## 景気回復だけで物価は上昇しない

### － 需給ギャップ改善より供給構造の変革を

日本リサーチ総合研究所 調査研究部  
主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314  
hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

物価は上昇に転じており、コアCPI（除く生鮮食品）は昨年7月以降、前年比プラスの状態が続いている。一方、政府が目標とする「2年で2%」の達成見通しについては日銀の政策委員の間でもコンセンサスが得られていない。物価上昇の原因は円安による輸入価格上昇にあることは明らかであり、その影響は今後一巡化する可能性が高い。日銀の黒田総裁は今後も物価上昇が継続する理由として需給ギャップ縮小を指摘しているが、需給ギャップによる物価への影響は近年低下の方向にある。賃金上昇による価格上昇のシナリオも描きにくい。円安は外生的な要因であるため、値上げに対する消費者の受容性は比較的高いが、賃金のような内生要因に基づく値上げは受容性が低い。これからの物価上昇に必要とされるのは需要刺激ではなく供給構造の変革である。規制緩和等を通じて企業のイノベーションを促進し、商品・サービスの価値体系を変えることで消費者が価格上昇を「能動的」に受け入れ、結果として消費者効用も高まる。こうした企業の価値創造によって収益が増加すれば賃金も自ずと上昇に向かい、デフレ脱却に向けた好循環が生まれるだろう。

#### ■ 物価の反転に対する判断

##### － 「2年で2%」を巡る混乱

消費者物価指数（除く生鮮食品、以下コアCPI）は昨年6月に1年2か月ぶりに反転した後、7月以降は前年比でプラスの状態が続いている。食料（除く酒類）・エネルギーを除く指数（以下、コアコアCPI）も9月には前年比0%と、4年9か月ぶりにマイナス圏を脱した状態にある（図表1）。

先月末発表された日銀の展望レポートでは、2015年度のコアCPIの見通しを4月レポートと同様の1.9%に据え置いた。黒田総裁は15年度の期間中、目標とする2%を達成する見方を示している。その一方、決定会合では3人の政策委員が展望レポートに反対をみせるなど、「2年で2%」の達成見通しについてはコンセンサスが十分得られた状態とは言えない。

#### ■ 円安による輸入価格上昇が原因

##### － コストプッシュ要因による物価上昇

足元の物価上昇の主因は、新聞や多くのエコノミストでも指摘されているように、円安による輸入価格の上昇を受けて、エネルギー関連中心に物価上昇圧力がかかったことによる。需要増ではなくコストプッシュ要因による物価上昇が主因である。企業物価指数から輸入価格の動きをみると、契約ベースでみた輸入価格はマイナス圏であるのに対し、円ベースでみた輸入価格が大幅に上昇しており、急速な円安が輸入価格を引き上げたのがわかる（図表2）。円安は輸入価格全体に影響するため、円ベースでの物価上昇は幅広い品目に及んでいる。チーズやワインなど食品関連から、アップルのiPad、iPad miniをはじめとする家電製品、電気ガス料金の値上げまで、円安の影響を受ける多くの商品・サービスで値上げが起きている。コアCPIの内訳をみると、エネルギー関連が大きく寄与しているが、衣服など半耐久消費財から家電・自動車など耐久消費財まで幅広い品目で輸入価格上昇の影響を受けているのがわかる（図表3）。

このように、足元の物価上昇は円安による輸入価格上昇が主因であることは明らかである。もっとも今回のコストプッシュ要因は為替のみであり、商品単価の上昇によるものではない。円レートは横ばい状態が続いており、原油価格も夏場以降、弱含みの展開になっている。今後、輸入価格の上昇は頭打ちし、円安による物価上昇局面は一巡する可能性が高い。

## ■ 需給ギャップの改善で物価上昇は実現するか

### - 需給ギャップと物価の関連性が低下

物価上昇には、①コストプッシュ型、②ディマンドプル型（需給ギャップ型）、③期待形成型などのタイプが指摘されている。上述の円安による輸入価格の上昇は①コストプッシュ型に相当し、このところの物価上昇をもたらす要因になっている。③の期待形成型は「2年で2%」というインフレターゲットが狙う効果だが、インフレ期待が醸成されたかどうかはまだはっきりしたことは言えない。②のディマンドプル型は、需給ギャップの改善をもたらす物価上昇であり、「景気が回復すれば物価も上がる」という古典的な物価上昇メカニズムがベースにある。日銀の黒田総裁は先月末の会見で「今後、堅調な内需や潜在成長率を上回る成長が続くと需給ギャップが縮小し、いずれプラスになる。消費財の幅広い品目で次第に物価が上がる。」と発言しているように、現在期待されているのがディマンドプル型の物価上昇とみられる。

#### （グローバル化と消費行動の変化が影響）

筆者は需給ギャップが物価に与える影響はそれ程大きくないと考えている。実際、需給ギャップと消費者物価伸び率（コアコアCPI）の関係性は過去と比較して低下している（図表4）。これは景気回復⇒需給逼迫⇒値上げ、という経験則に基づく価格形成メカニズムが機能しなくなっていることを意味している。景気回復を受けて需給ギャップは改善をみせているが、こうした動きが即モノの需給逼迫とはならず、仮に逼迫状態にあっても物価上昇までつながりにくくなっている。

需給ギャップと価格の関連性が低下した理由の一つは、物価決定メカニズムにおいてグローバル化の影響が強まっていることが指摘できる。経済のグローバル化に伴い、国内需要が増加しても輸入量が増加することで国内供給力の制約は緩和される構図になっている。結果、多くの製品はコモディティ化が進行し、価格は下方圧力を受けやすくなった。供給制約の強い製品（エネルギー等）を除き、同じ商品の価格が需給の動きのみで変化する時代は終わったと言える。二つめの理由は、消費者のバーゲニング・パワーが強まっている点にある。特に最近の消費者は商品・サービスの価値を見極めた上で価値>価格であれば購買、というスタイルが浸透している。商品・サービス価格の決定は供給サイドではなく需要サイドの消費行動に左右されやすくなっている。

#### （コアコアCPIの上昇も円安によるもの）

生鮮価格・エネルギーを除くコアコアCPIが0%まで戻った点について、需給ギャップの改善による物価上昇が起きていると指摘する向きもある。コアコアCPIの上昇品目としてパソコンなど耐久消費財が挙げられるが、周知のとおり、iPhoneやiPadの値上げは円安による価格調整とされている。コアコアCPIの上昇はディマンドプル型とは言い難く、円安による輸入価格の上昇が幅広い品目に影響していることを示すものと言えよう。

## ■ デフレ脱却に必要な物価上昇とは

### - 賃金上昇による価格転嫁に疑問

ではデフレ脱却に必要な物価上昇とはどのようなもので、その実現には何が必要なのか。上記のように、需給ギャップの改善が物価上昇にもたらす効果は低下している可能性が高い。物価決定要因としてはコストプッシュ型の説明力が強く、最近の物価上昇は円安による輸入価格の上昇が大きく寄与している。そして、もう一つのコストプッシュ要因が「賃金」である。価格決定要因として単位労働コストが高い説明力を持っていることは実証的に明らかにされている。政府が賃金上昇をデフレ脱却の重要な要素と位置付けているのは賃金が物価に与える影響を重視したものと言える。

しかし筆者は、賃金→物価という関係性が今後も継続してくかどうか疑問視している。上記のようにグローバル化に伴って供給制約が緩和され、価格決定における消費者のパワーが強まっている。コスト増加分を価格転嫁できるかどうかは消費者の価格受容性に依存する。円安による原材料コストの上昇と賃金上昇という2つのコスト増加の違いは、前者が外生的、後者が内生的ということになる。つまり円安は企業がコントロールできない外生的なコストであるため、円安に伴う値上げはある意味「仕方がない」と受容する傾向がある。これに対し、賃金は企業がコントロールできる内生的なものであるため、賃金上昇に伴うコスト増を価格転嫁するには、商品・サービス自体にプラスの価値変化が伴わない限り、消費者理解は得にくいだろう。

#### － これからの物価上昇のかたち

##### （物価上昇の2つのパターン）

やや飛躍的な言い方になるが、これからの物価上昇とは、企業がイノベーション等を通じて商品・サービスにプラスの価値変化をもたらすことで単価が上昇し、消費者が価格上昇を「能動的」に受け入れることで実現される時代になるのではないか。企業の価値創造によって収益は増加、賃金も自ずと上昇に向かい、消費者効用も高まる。あくまで価値変化をもたらす物価上昇が先にあり、賃金はこれに遅行する形となる。過去みられた賃金→物価という波及経路とは反対の動きである。

一方、原材料価格の上昇など外生要因によるコストプッシュ型の物価上昇は今後も起こり得る。商品・サービスは既存のままであるため、消費者にとってこうした価格上昇は「受動的」のものとなり、消費者効用の低下をもたらす。収益もプラスにならないため、賃金上昇も実現しないだろう。

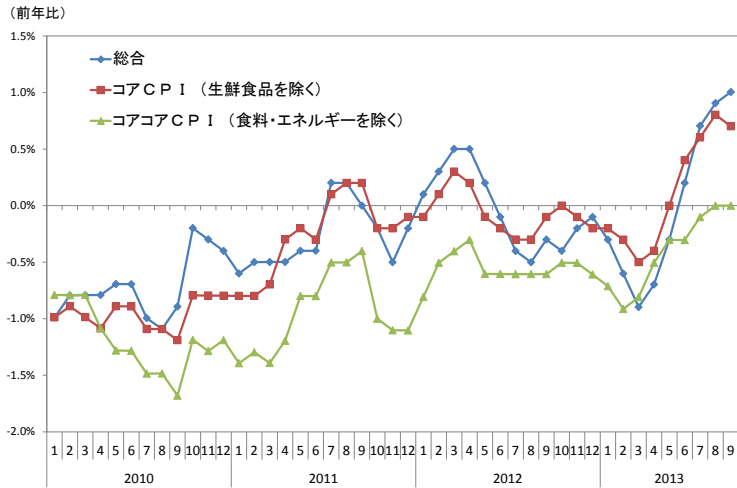
物価上昇に関する前者と後者の本質的な違いは、供給構造の変革を伴うか否かであり、消費者サイドの価格反応からみれば能動的か受動的かとなる（図表5）。現在の物価上昇の状態は後者であり、価格上昇に対して能動的で消費者効用が高まるような供給構造の変革はまだみられない。今後、円安がもたらす物価上昇効果は一巡化し、消費税引き上げに伴って消費者行動も受動的になる可能性がある。

##### （供給構造の変革を通じた物価上昇がデフレ脱却の本丸）

グローバル化に伴うコモディティ化の圧力は衰える気配がなく、コモディティ化が進行するエリアにいるかぎり物価の下方圧力は避けられない。日本のみならず先進国全体で物価が上昇しにくくなっているのはこのためである。ITによってコモディティ化の速度は一層強まっており、同エリアのウエイトが高いと一般物価へも大きな影響を及ぼす。新たな価値創造を生む商品・サービスが生まれても、一般物価の低下に引きずられて適正な価格形成が阻害される恐れもある。

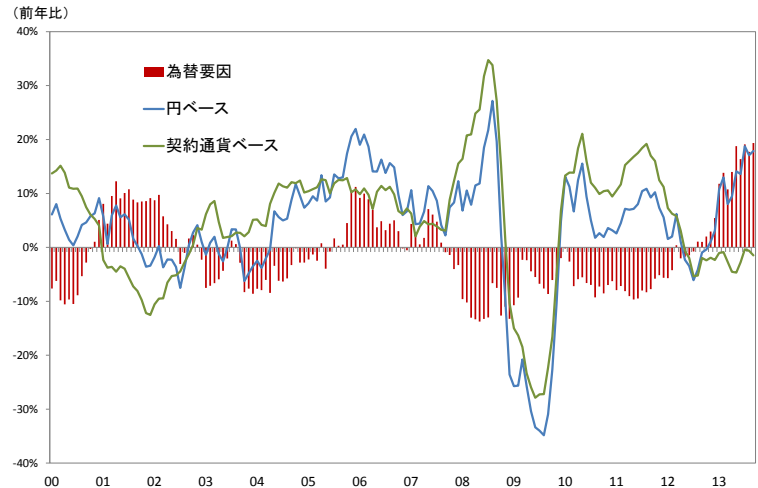
アベノミクスによる第一と第二の矢は需要サイドの政策で需給ギャップの改善を狙ったものであるが、上述のように物価上昇効果はあまり期待できそうにならない。必要なのは需要刺激ではなく供給構造の変革である。規制緩和等を通じてイノベーションを促進し、商品・サービスの価値体系を変えることがデフレ脱却に必要な物価上昇につながる。

図表1 消費者物価指数の推移



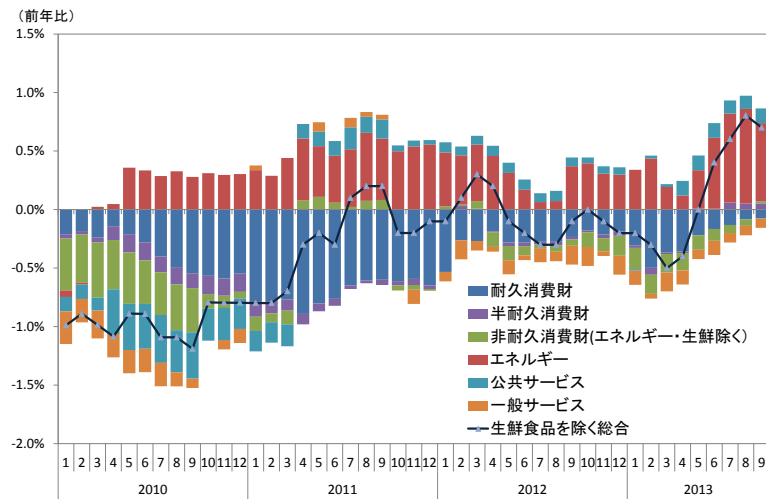
(出所) 総務省「消費者物価指数」

図表2 輸入物価の推移



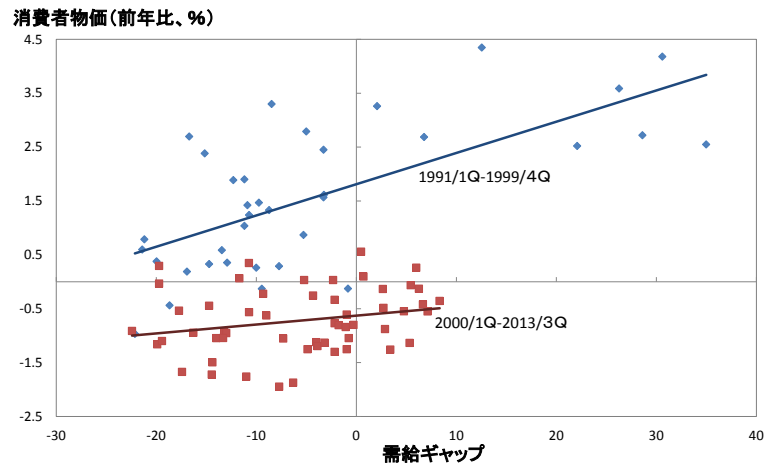
(出所) 日本銀行「企業物価指数」

図表3 消費者物価指数(除く生鮮品)の要因分解



(出所) 総務省「消費者物価指数」

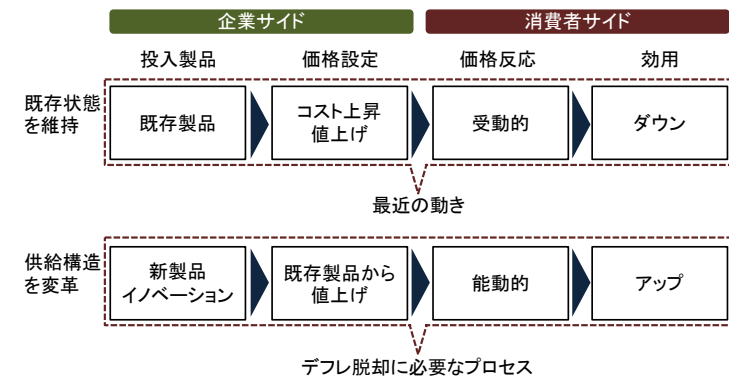
図表4 消費者物価と需給ギャップの関係



(注) 消費者物価指数は「食料・エネルギー除く指数」を使用。  
需給ギャップは日銀短観の「雇用人員判断DI」及び「生産設備判断DI」を労働分配率と資本分配率でウェイト付した数値を使用。

(出所) 総務省「消費者物価指数」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

図表5 物価上昇の2つのパターン



(出所) 筆者作成